



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
“M. FANNO”

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**“L'ATTIVISMO DELLE MINORANZE AZIONARIE NEL CDA:
IL CASO TELECOM”**

RELATORE:

CH.MO PROF. AMEDEO PUGLIESE

LAUREANDO: CARLO BONSEMBIANTE

MATRICOLA N. 1112990

ANNO ACCADEMICO 2017 -2018

INDICE

INTRODUZIONE	pag. 4
CAPITOLO 1. LA MINORANZA AZIONARIA NELLE S.P.A.	pag. 7
1.1 Le S.p.A.	pag. 7
1.2 La minoranza azionaria	pag. 9
1.3 I rischi di espropriazione delle minoranze azionarie	pag. 10
CAPITOLO 2. LA TUTELA DELLA MINORANZA AZIONARIA E L'AMMINISTRATORE DI MINORANZA	pag. 17
2.1 Le forme di tutela del socio di minoranza	pag. 17
2.1.1 Gli strumenti di autotutela diretta	pag. 18
2.1.2 Gli strumenti di autotutela delegata	pag. 21
2.1.3 Gli strumenti di autotutela dei soci <i>uti singuli</i>	pag. 23
2.2 L'amministratore di minoranza	pag. 24
2.3 Un'analisi critica della normativa	pag. 28
CAPITOLO 3. IL CASO TELECOM ITALIA S.P.A.	pag. 31
3.1 La struttura azionaria di Telecom Italia	pag. 31
3.2 La <i>governance</i> di Telecom Italia	pag. 34
3.3 Vivendi-Elliott ed il ruolo della minoranza azionaria	pag. 38
CONCLUSIONI	pag. 43
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	pag. 45

INTRODUZIONE

Il presente lavoro ha come oggetto di studio la tutela della minoranza azionaria delle Società per Azioni, cioè la tutela di quei soci che detengono la percentuale minima del capitale sociale e sono principalmente interessati ad un investimento a fini lucrativi e alla gestione ed al controllo della società.

Il legislatore nel Codice Civile e la Commissione Nazionale per la Società e la Borsa (Consob) nel Testo Unico della Finanza hanno emesso in materia numerosi articoli e disposizioni per assicurare, quanto più possibile, una protezione all'investimento effettuato nelle S.p.A., soprattutto in quelle quotate.

Infatti da questi due testi sono state riprese diverse situazioni che, all'interno dell'ambiente societario, possono recare danno agli investitori. Nelle varie disposizioni sono regolati i diritti che possono essere esercitati nel momento in cui si verificano determinati episodi. La minoranza può dunque proteggersi dai rischi di espropriazione in diversi modi, dal diritto di recesso alla richiesta di convocazione dell'assemblea, ed anche forme più complesse come la nomina di un amministratore di minoranza in consiglio di amministrazione, obbligatoria per le S.p.A. quotate.

I rischi di espropriazione a cui è soggetta la minoranza sono causati dai conflitti tra *principal* e *agent*, cioè tra gli azionisti ed i manager, tra i quali i principali sono il *tunneling* e l'*entrenchment*, oppure dai conflitti tra *principal* e *principal*, cioè i conflitti d'interessi tra azionisti di minoranza ed azionisti di maggioranza. Il *tunneling* è un processo mediante il quale un socio di controllo sposta della ricchezza dalla società controllata verso altre società da lui controllate o verso il proprio capitale personale. L'*entrenchment* si verifica invece quando il manager, protetto dalla sua posizione di vertice nella società e dall'appoggio del socio di controllo, persegue l'interesse dei soli soci di maggioranza o del solo socio di controllo. Infine i conflitti *principal-principal* si generano soprattutto a causa delle diverse visioni del business, delle valutazioni sul tempo e sul valore dell'investimento effettuato dai soci di minoranza e a causa di *private benefits* ottenuti dalla maggioranza a discapito della minoranza. Questi conflitti generano tensioni all'interno della società e ne indicano una cattiva governance.

In questo elaborato è stato scelto come caso studio la situazione attuale in Telecom Italia, la quale presenta diversi fattori che possono indurre a considerarla una cattiva *governance*. Si possono riscontrare infatti fenomeni come il *tunneling* ed il mancato rispetto di norme relative sia alla gestione societaria sia al perseguimento di obiettivi dell'azionista di maggioranza

Bolloré. In questo momento la società Telecom Italia sta vivendo una situazione di conflitto tra la minoranza azionaria ed il socio di controllo e con ciò la minoranza sta attuando alcune forme di tutela per proteggere il proprio investimento il quale, date le azioni ed i comportamenti da parte di Bolloré, sta perdendo valore. La minoranza sta infatti appoggiando il nuovo socio Elliott nella scalata della società, il cui scopo non è quello di prendere il controllo ma di riportare equilibrio e rispetto delle norme nella gestione di Telecom Italia. Il sostegno è stato dato ad Elliott nel momento della presentazione delle liste di candidati alla carica di amministratori e della loro nomina tramite un comunicato stampa in cui la minoranza azionaria ha esposto la sua volontà di non presentare alcuna lista di candidati e di votare gli amministratori candidati dal gruppo Elliott. Questo ha fatto sì che il consiglio di amministrazione sia ora composto da una maggioranza di amministratori del gruppo Elliott.

Il lavoro si articola in tre capitoli.

Nel primo capitolo si andrà inizialmente a descrivere le caratteristiche principali e distintive della tipologia societaria delle S.p.A., mostrando anche ciò che principalmente le distingue dalle S.r.l., e le azioni, cioè l'unità che misura e attesta la partecipazione al capitale sociale da parte di ciascun socio. Infine si definisce cosa s'intende per minoranza azionaria ed i pericoli che questi soci corrono.

Nel secondo capitolo vengono descritte le varie forme di tutela della minoranza, dando evidenza degli articoli del Codice Civile e del T.U.F. che le regolano. Le forme di tutela vengono analizzate e si mette in luce la situazione nella quale possono essere attuate, il problema che si vuole risolvere utilizzandole, il regolamento da seguire per la loro attuazione e gli effetti che producono. Successivamente ci si concentra sulla nomina dell'amministratore di minoranza nel Consiglio di Amministrazione delle S.p.A. per poi concludere con un'analisi della normativa vigente.

Il terzo capitolo è invece dedicato all'analisi Telecom Italia S.p.A. con riguardo alla nomina degli amministratori avvenuta di recente. Viene infatti presentata la situazione attuale all'interno della società e le cause che hanno portato al conflitto tra il gruppo di controllo ed i soci di minoranza. In seguito si darà evidenza di come si è arrivati alla nomina in maggioranza degli amministratori del gruppo Elliott.

CAPITOLO 1

LA MINORANZA AZIONARIA NELLE S.P.A.

1.1 LE S.P.A.

Una società per azioni (S.p.A.) può essere considerata la tipologia societaria più importante tra quelle disciplinate nel Codice Civile italiano, infatti è il tipo di società più utilizzato per le grandi imprese in quanto permette di reperire e utilizzare in modo efficiente ingenti quantità di risorse, soprattutto di tipo finanziario.

Il punto di forza delle S.p.A. è la possibilità di reperire importanti risorse finanziarie anche da investitori autonomi, cioè soggetti che non nutrono interesse nei riguardi della gestione della società ma hanno come unico obiettivo far sì che il loro investimento sia redditizio. La differenza principale tra una S.p.A. e una S.r.l. (società a responsabilità limitata) sta nel fatto che il capitale sociale di quest'ultima è diviso in quote di partecipazione, le quali non sono rappresentabili da azioni e quindi non possono costituire oggetto d'investimento.

Secondo il modello delle società per azioni la quota di partecipazione assegnata a ciascun socio è strettamente collegata con quanto lo stesso ha apportato nella provvista finanziaria della società. È appunto la partecipazione al rischio societario che identifica il finanziatore della società non più come creditore bensì come socio e quindi possessore di determinati diritti e poteri all'interno della società, governati dal principio plutocratico secondo cui il potere è proporzionale alla ricchezza investita e capitalizzata.

Il singolo investitore è soggetto al pericolo di esposizione debitoria limitatamente a quanto conferito, per questo si dice che tale modello organizzativo è caratterizzato dall'autonomia patrimoniale perfetta.

Nel caso in cui l'azienda fosse quotata, la possibilità di effettuare un disinvestimento anticipato è un altro motivo per cui le S.p.A. riescono a canalizzare numerosi mezzi finanziari di rischio, infatti chi investe in una S.p.A. può in qualsiasi momento cedere a terzi delle quote di titolarità dell'investimento. Per favorire ciò è disciplinato il meccanismo di assegnazione delle azioni, cioè frazioni predeterminate dell'investimento in capitale che attribuiscono al loro proprietario dei diritti, tra cui:

- libera trasferibilità senza portare a modifiche nell'organizzazione;

- maggiore suscettibilità alla valutazione da parte di terzi interessati all'acquisto.

Questo permette che anche soggetti che non dispongono di capitali ingenti e che non hanno una predisposizione all'imprenditoria possano investire nella società.

La rappresentanza delle azioni come partecipazione alla società è prevista dall'art. 2346, co. 1 del Codice Civile, il quale contiene tre differenti disposizioni:

- "l'assegnazione di azioni attesta e misura la partecipazione al capitale sociale di ciascun socio";
- "dal numero e dal tipo di azioni assegnate discendono entità e contenuti della partecipazione all'attività sociale di ciascun socio";
- "il possesso o la disponibilità delle azioni, intese come titoli azionari, condiziona l'acquisto e l'esercizio dei diritti partecipativi" (Cian, *et al.*, 2014).

Lo stesso articolo va poi a regolare il valore nominale di ciascun'azione, il quale "corrisponde a una frazione del capitale sociale; tale determinazione deve riferirsi senza eccezioni a tutte le azioni emesse dalla società" (art. 2346 c.c.) se specificato dallo statuto, mentre nel caso in non sia presente alcuna indicazione "le disposizioni che a esso si riferiscono, si applicano con riguardo al loro numero in rapporto al totale delle azioni emesse" (art. 2346 c.c.). Le azioni quindi non possono essere emesse con diverso valore nominale e quindi configurare differenti unità minime d'investimento.

Il valore reale delle azioni dipende invece dal valore del patrimonio netto che effettivamente è presente in un determinato momento nella S.p.A., è quindi mutevole nel tempo ed è dato dalla divisione del valore del patrimonio netto per il numero di azioni emesse.

Dal possesso dell'azione, come sopra è stato riportato, deriva la spettanza dei diritti sociali, in particolare diritti di tipo patrimoniale e diritti di tipo amministrativo.

I diritti fondamentali derivanti dal possesso di titoli azionari sono:

- il diritto agli utili e il diritto di liquidazione;
- il diritto di recesso;
- il diritto di voto.

Dal diritto agli utili e alla liquidazione deriva che non è valida una qualsiasi clausola che escluda la percezione degli utili e della liquidazione, poiché il dividendo spetta comunque agli azionisti solo per utili realmente conseguiti e solo se deliberato dall'assemblea dei soci.

Il diritto di recesso consiste nella possibilità in mano al socio di slegarsi dalla società per propria manifesta volontà ed ottenere anticipatamente la quota di liquidazione. Tale diritto è comunque concesso se si verificano determinate situazioni inderogabili.

Le cause derogabili sono invece le ragioni di recesso che occorrono solo se lo statuto non dispone diversamente. È possibile anche l'inserimento di ulteriori cause di recesso che comunque devono riferirsi a importanti cambiamenti del programma organizzativo. Nel caso in cui la società sia costituita a tempo indeterminato è riconosciuto il diritto di recesso *ad nutum*, cioè la possibilità di sciogliersi dalla società senza ragioni giustificative, con un preavviso minimo di almeno centottanta giorni.

Il diritto di voto infine permette di incidere sulla vita della società e il Codice Civile dispone in via generale il sistema un'azione-un voto. È comunque possibile l'emissione di azioni a voto plurimo, fino a un massimo di tre voti.

1.2 LA MINORANZA AZIONARIA

Le società di capitali sono formate da partecipazioni che, come detto nel paragrafo precedente, prendono il nome di titoli azionari, questi incorporano vari diritti e sono posseduti in quantità differenti dai soci all'interno della società. L'insieme di soci che detiene la percentuale minore di partecipazioni vengono chiamati azionisti di minoranza e sono per lo più investitori singoli non interessati a partecipare attivamente riguardo la gestione della società, ma interessati al guadagno e quindi far fruttare il proprio investimento.

Gli azionisti di minoranza vengono tutelati grazie ad alcune disposizioni del Codice Civile e dei regolamenti emanati dalla Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) che gli riservano dei diritti, che vedremo nel capitolo successivo, particolari da esercitare. Questi diritti dovrebbero permettere alle minoranze azionarie di tutelare il proprio investimento dal potere in capo alla maggioranza dei soci di determinare le scelte sociali e quindi di andare in direzioni diverse da quelle ritenute ottimali per i piccoli azionisti.

Il problema per i piccoli azionisti, come verrà spiegato nel paragrafo successivo, si pone nel momento in cui il socio che ha il controllo della società utilizza quest'ultima per arricchire le

sue società o sé stesso, attraverso un processo definito *tunneling*, oppure nel momento in cui si verifica il fenomeno dell'*entrenchment*, situazione nella quale sono presenti nell'organo di gestione della società famigliari del socio controllante o amministratori a lui legati che, quindi, sono protetti da azioni volte a rimuoverli dall'incarico. Comunque questo non vuol dire che bisogna puntare alla formazione di società governate dalle minoranze, ma bisogna riuscire a trovare il giusto equilibrio a seconda degli interessi dei vari investitori presenti nelle diverse società. Infatti il socio di controllo è una figura molto importante in quanto permette alla società di svilupparsi in modo stabile e continuo, comunque dato il potere che questo possiede si attuano forme di tutela e controllo per verificare che il suo interesse sia in linea con quello sociale

Tuttavia alcuni diritti possono essere esercitati solo se si è in possesso di una quota minima del capitale sociale, i cosiddetti diritti di soglia. I soci di minoranza, che singolarmente non raggiungono tale quota, possono però aggregare le loro partecipazioni al fine di raggiungere la quota necessaria ad esercitare unitamente i diritti sociali. Invece i patti parasociali, e quindi i patti di minoranza, sono una forma di tutela, approfondita nel capitolo successivo, che consiste nella stipula di contratti tra i soci. Attraverso questi contratti si impongono il rispetto di alcune regole riguardo l'acquisto di azioni, l'espressione del proprio voto in assemblea e altri vincoli che gli permettono di tutelarsi e controllarsi a vicenda.

1.3 I RISCHI DI ESPROPRIAZIONE DELLE MINORANZE AZIONARIE

Lo studio della tutela delle minoranze azionarie è ancora un argomento fonte di dibattito tra gli esperti del settore giacché sono in molti che ne stanno valutando le varie forme e la loro validità.

Sull'argomento sono stati fatti numerosi studi e ricerche notando che nelle società di capitali l'azionista di minoranza ha alcuni svantaggi dovuti alla sua piccola partecipazione, a differenza degli azionisti di maggioranza che godono, grazie alla loro partecipazione ingente nella società o grazie a sistemi piramidali di controllo, di benefici privati sia di controllo, e quindi amministrativi e gestionali, sia economici, e quindi patrimoniali e di confluenza della ricchezza, direttamente o indirettamente, nei propri patrimoni.

Gli azionisti di maggioranza, cioè i soci controllanti, sono spesso famiglie facoltose che attraverso l'acquisizione di quote e attraverso il controllo diretto di diverse società, riescono a costituire delle piramidi di controllo. Queste sono strutturate con al vertice un'impresa familiare che controlla diverse società quotate, le quali controllano altre società quotate, ciascuna delle

quali controlla poi altre società quotate e così via. Spesso i membri di una stessa famiglia sono eletti ai vertici di queste società e quindi, molto spesso, il loro obiettivo non è più lo sviluppo e la crescita della società, soprattutto nel caso di una società alla base della piramide, ma il mantenimento di una propria posizione di controllo in grado di gestire e indirizzare la ricchezza generata alla società al vertice della piramide. Il controllo che queste famiglie hanno nelle società è ottenuto grazie a partecipazioni in queste per mezzo di azioni con voto plurimo e quindi anche senza essere in possesso di percentuali partecipative molto elevate.

Quindi lo scopo principale di tali strutture piramidali è canalizzare la ricchezza generata dalle varie società verso il vertice e questo fenomeno viene chiamato da Johnson *et al.* (2000) *tunneling* (Morck *et al.*, 2005).

Per l'effetto *tunneling* le imprese alla base della piramide di controllo, nelle quali i diritti di cash flow dell'azionista di controllo sono esigui, sono vulnerabili a divergenze di interessi e problemi di *entrenchment*. Una conseguenza di quest'accostamento è che l'azionista di controllo ha un incentivo a trasferire denaro in modo aggressivo da queste aziende ad aziende vicino all'apice della piramide - o persino alle sue partecipazioni personali.

Il valore può essere trasferito tramite i prezzi di trasferimento, la fornitura di capitale a prezzi artificiali o i pagamenti gonfiati per beni immateriali come brevetti, marchi e assicurazioni. Gli azionisti delle società che versano ricchezza in quella al vertice considerano il trasferimento come un problema di *governance*.

Nel caso più estremo di *tunneling*, la ricchezza viene trasferita direttamente all'azienda di famiglia all'apice o ad un'altra impresa che è interamente di proprietà della famiglia. In questo modo, il *tunneling* muove attività e proventi da aziende di livello inferiore a livello superiore, e scarica perdite e passività dai livelli più alti a quelli più bassi della piramide.

Il *tunneling* consente quindi ad un azionista di controllo radicato di appropriarsi di risorse aziendali e di sollevare un velo aziendale contro il monitoraggio esterno.

Un altro fenomeno che si riscontra spesso nelle società è l'*entrenchment*, cioè una situazione nella quale un manager si "arrocca" nella sua posizione per perseguire lo scopo dell'azionista di maggioranza o del gruppo di controllo. Tale fenomeno sorge spesso anche nel caso sopra citato, in cui i membri del gruppo familiare, che controlla la società, assumono posizioni di vertice nella società stessa.

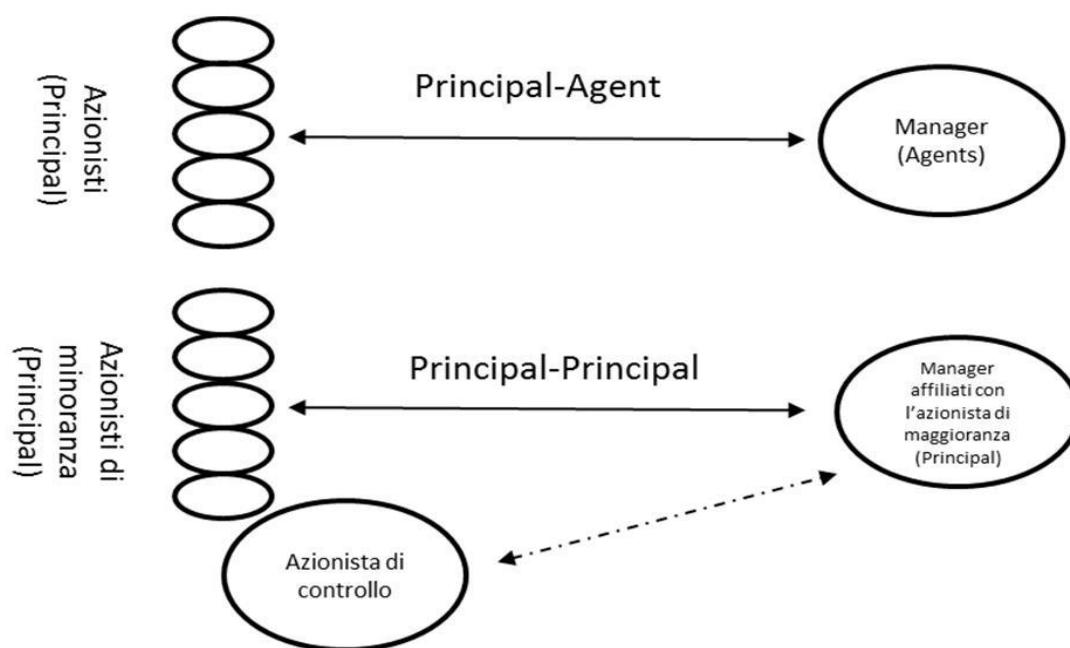
L'*entrenchment* si sviluppa attorno alle cariche manageriali soprattutto quando queste posizioni sono garantite ad esempio dal possesso di uno stock importante di azioni che permette quindi di evitare il licenziamento o la scalata al vertice da parte degli azionisti oppure dal supporto dei soci controllanti la società.

Questo fa sì che il manager, o l'azionista di controllo, possa perseguire scopi personali o della maggioranza senza che gli azionisti di minoranza e gli altri investitori possano sorvegliare e monitorare le sue azioni.

Il dibattito riguardo a come monitorare i manager e coloro che rivestono cariche dirigenziali è molto combattuto, infatti Jensen e Meckling (1976) sostengono che i dirigenti con quote più alte hanno meno incentivi ad allocare erroneamente le risorse aziendali, mentre Stulz (1988) sostiene che quote azionarie più elevate danno a questi, i dirigenti, più libertà di allocare erroneamente le risorse (Morck *et al.*, 2005). Ciò è dovuto al fatto che i *top manager* che possiedono stock azionari sono effettivamente garantiti. I gestori che non massimizzano il valore utilizzando risorse limitate possono essere rimossi dagli investitori istituzionali scontenti o estromessi da scalate al vertice a causa di nemici attratti da un prezzo delle azioni abbassato. I migliori dirigenti con grossi stock di capitale non possono essere invece rimossi in questi modi. Pertanto, una quota azionaria dominante consente a questo tipo di dirigenti aziendali di beneficiare in modo robusto dei vantaggi privati del controllo, mentre una partecipazione più piccola implica una limitazione della propria "inalazione" per mantenere dei corsi azionari sufficientemente alti da controllare gli scalatori e placare gli investitori istituzionali.

Finora si è discusso del conflitto d'interessi tra *principal-agent*, cioè tra gli azionisti ed i manager. Ora si tratta il conflitto d'interessi *principal-principal*, cioè tra azionisti di minoranza e azionisti di maggioranza. Dharwadkar, *et al.* (2000) hanno osservato come in situazioni di cattiva *governance* "i problemi di agenzia tradizionali basati sul disallineamento fra gli obiettivi di *principal* e *agent* vengono soppiantati da problemi di agenzia derivanti dal disallineamento fra gli obiettivi di *principal* e *principal*" (Peruffo, 2013).

Figura 2.1: “Conflitti di agenzia”



Fonte: Elaborazione da Young, et al. 2008

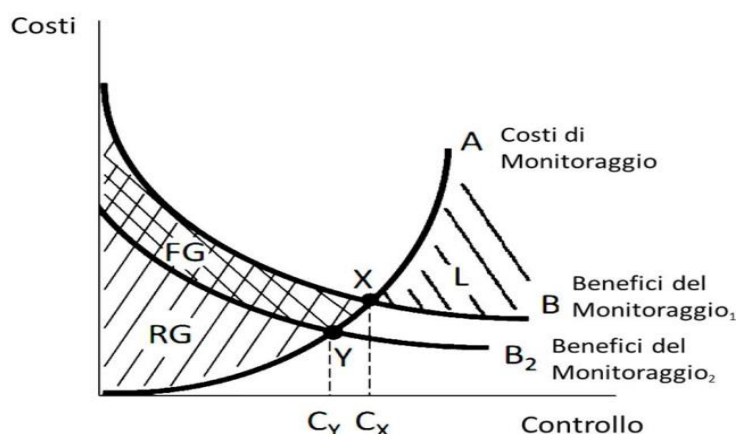
In questa situazione gli azionisti di maggioranza cercano di sfruttare la loro posizione di controllo per ottenere *private benefits* a discapito degli azionisti di minoranza e ciò indica la scarsa qualità della *governance*, che si riflette anche in (Peruffo, 2013):

- secondo La Porta *et al.*, poche aziende quotate e minori livelli di dividendi;
- secondo Claessens *et al.*, valutazione inferiore delle imprese;
- secondo Filatotchev e Toms; Wurgler, strategie inefficaci;
- secondo Morck *et al.*, minori investimenti in progetti innovativi;
- infine secondo Claessens *et al.*; Faccio e Lang; Johnson *et al.*, fenomeni di espropriazione degli azionisti di minoranza.

La tensione tra *principal-principal* si genera prevalentemente per visioni diverse sul business, sulla propensione al rischio, sull'orizzonte temporale e sul ritorno atteso dall'investimento. L'azionista di maggioranza può esercitare il proprio potere di controllo nel suo interesse e contro quello degli azionisti di minoranza. In altri termini, quando l'azionista ha “troppo” controllo, può esercitarlo in modo da favorire i propri interessi.

Guardando il modello dei costi dell'opportunità del *principal* si vede come all'aumentare del controllo dell'azionista di maggioranza diminuiscano i benefici derivanti dalle spese per il monitoraggio e la osservazione da parte degli altri azionisti.

Figura 2.2: “I costi dell’opportunità del *principal*”



Fonte: elaborazione da Dalziel, White e Arthurs, 2011

I costi legati ai conflitti tra *principal* sono individuabili nell'area FG della Figura 1.2. Questi costi riducono il valore della società in quanto detenere il controllo comporta minori benefici di quanti ne comporterebbe se non ci fossero tali tensioni.

Quindi gli interessi degli azionisti, e principalmente della minoranza azionaria, sono messi in discussione in diversi modi. I problemi di agenzia, l'*entrenchment* e il *tunneling* infatti mettono in pericolo il perseguimento dell'interesse sociale causando danni non solo alla società, che si vede privata di risorse finanziarie e ferma in uno stato di crescita lenta o nulla, ma anche agli azionisti, che spesso si trovano in una situazione di incertezza e di difficoltà decisionale a causa di problemi di asimmetria informativa che non li rende consapevoli o comunque non gli permette di monitorare la direzione e lo svolgersi dell'attività sociale. Questo oltre a causare problemi di tipo gestionale e di monitoraggio, danneggia gli azionisti soprattutto a livello patrimoniale poiché le loro partecipazioni possono venire utilizzate dalla maggioranza per arricchirsi attraverso operazioni di compra-vendita delle azioni che fanno svalutare le stesse e quindi fanno perdere una percentuale di valore alle partecipazioni degli azionisti in modo tale da incassare loro stessi, la maggioranza, il rispettivo valore. Tutto ciò causa non poche perplessità e malumori negli azionisti non di controllo rispetto alla *governance* che quindi

cercano di sfruttare le varie forme di tutela per avere maggiori garanzie sul valore della propria partecipazione.

CAPITOLO 2

LA TUTELA DELLA MINORANZA AZIONARIA E L'AMMINISTRATORE DI MINORANZA

Per tutelare gli investitori dai possibili rischi, presentati nel capitolo precedente, l'ordinamento italiano e la Consob definiscono una serie di forme di tutela, diverse in base al contesto.

Per le società quotate è stata elaborata una disciplina articolata che porti a favorire l'investimento, incoraggiare e tutelare il risparmio e salvaguardare la fiducia e la stabilità del sistema finanziario in modo tale da garantire il buon funzionamento dei mercati mobiliari.

La tutela della minoranza è un tema centrale nelle società di capitali, che però prende sviluppi e forme differenti a seconda che si riferisca alle S.p.A. o alle S.r.l.

In questo elaborato vengono analizzate le forme di tutela della minoranza rispettivamente al tipo societario S.p.A.

2.1 LE FORME DI TUTELA DEL SOCIO DI MINORANZA

La tutela del socio di minoranza può avvenire attraverso differenti metodi, ciascuno dei quali può essere usato per affrontare diverse problematiche e risolvere differenti situazioni.

La forma di tutela maggiormente diffusa è quella esercitata durante l'assemblea dei soci, in quanto è proprio in assemblea che vengono prese la maggior parte delle decisioni riguardanti lo sviluppo e il funzionamento della compagine sociale.

La tutela del socio di minoranza viene esercitata attraverso:

- l'impugnazione delle delibere assembleari;
- la convocazione di un'assemblea straordinaria;
- l'azione sociale di responsabilità;
- il diritto alla denuncia al collegio sindacale per fatti ritenuti censurabili;
- il diritto alla denuncia degli amministratori al tribunale per fatti di grave irregolarità da essi compiuti di cui si ha fondato sospetto;

- l'elezione, nelle S.p.A. quotate, di un amministratore di minoranza;
- l'elezione, nelle S.p.A. quotate, di un sindaco del collegio sindacale da parte della minoranza;
- i patti parasociali;
- il diritto di recesso;
- il diritto a visionare gli atti depositati in sede in vista dell'assemblea;
- il diritto a presentare domande riguardo le materie all'ordine del giorno;
- il diritto di richiedere l'integrazione delle materie all'ordine del giorno.

2.1.1 GLI STRUMENTI DI AUTOTUTELA DIRETTA

Questo tipo di strumenti sono tipici delle minoranze azionarie qualificate e si attivano solamente per volontà espressa dei soci. Talvolta semplicemente può bastare un solo socio, è questo il caso della denuncia al collegio sindacale.

L'impugnazione delle delibere assembleari

Con riguardo all'impugnazione delle delibere dell'assemblea, tale norma protegge dagli effetti di una delibera nulla o annullabile tutti i soci non presenti o astenuti dalla votazione. Questi possono impugnare tutte quelle delibere che sono state prese in non conformità della legge o dello statuto e che quindi risultano annullabili o le delibere che hanno oggetto illecito, oppure nel caso di mancata convocazione o in mancanza del verbale e quindi di delibere nulle. A regolare tale atto è l'art. 2377, c.c. secondo cui i soci hanno bisogno di determinate soglie partecipative per poter impugnare una delibera, queste soglie variano a seconda che la società sia quotata o meno anche se nello statuto societario è possibile inserire una clausola che escluda la presenza di tali limitazioni. I soci hanno un termine di novanta giorni di decorrenza dalla deliberazione annullabile o dal suo deposito o iscrizione nel Registro delle Imprese. Le delibere nulle hanno invece un termine di tre anni mentre le deliberazioni che modificano l'oggetto sociale, presumendo attività illecite o impossibili, sono soggette a impugnazione senza limite di tempo.

La convocazione di un'assemblea straordinaria

L'art. 2367, c.c. va a dare una disciplina completa alla possibilità da parte dei soci di richiedere la convocazione di un'assemblea. Vengono definite tutte le situazioni nelle quali tale richiesta può essere effettuata e con quali soglie partecipative al capitale è possibile farla, “tanti soci che rappresentino almeno il ventesimo del capitale sociale nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e il decimo del capitale sociale nelle altre o la minore percentuale prevista nello statuto” (art. 2367, c.c.). Comunque è data la possibilità agli amministratori che hanno ricevuto la richiesta di convocazione dell'assemblea, qualora ritenessero che gli argomenti siano impossibili o illeciti o la richiesta abbia esclusive finalità dilatorie od ostruzionistiche, di rifiutare. Qualora il tribunale ritenesse ingiustificato tale rifiuto, e quindi non consideri giuste le considerazioni dell'organo sia amministrativo sia di controllo, può ordinare attraverso decreto la convocazione dell'assemblea specificando chi è incaricato a presiederla. Viene data così garanzia che nel caso in cui i soci chiedessero la convocazione dell'assemblea, tale richiesta non possa essere rifiutata dagli amministratori a loro discrezione sfruttando il loro potere per proteggere le loro azioni e gli affari della maggioranza, ma nel caso si avrà una valutazione da parte di un tribunale. L'articolo del Codice dispone poi “la convocazione su richiesta di soci non è ammessa per argomenti sui quali l'assemblea delibera, a norma di legge, su proposta degli amministratori o sulla base di un progetto o di una relazione da essi predisposta” (art. 2367, c.c.).

L'azione sociale di responsabilità

L'azione sociale di responsabilità necessita, come affermano l'art. 2393 c.c. e l'art. 2393 bis c.c., di deliberazione dell'assemblea ordinaria, anche se è competenza pure del collegio sindacale promuovere tale azione. L'esercizio dell'azione da parte della minoranza, che però deve possedere una quota di capitale pari a 1/5 (20%) nelle società chiuse, pari a 1/40 (2,5%) nelle società aperte oppure a diversa quota stabilita dallo statuto basta che non sia superiore ad 1/3 del capitale, ha carattere surrogatorio e quindi dev'essere citata in giudizio anche la società insieme agli amministratori. Ciò che rende difficoltosa tale azione è il reperimento delle informazioni necessarie a supportare l'azione stessa, in quanto agli azionisti non è consentito l'accesso ai libri sociali e alla documentazione concernente le faccende amministrative come esplicito nell'art. 2422 del Codice Civile. La minoranza non può comunque godere del diritto al risarcimento del danno, che spetta alla società, ma gode del rimborso delle spese del giudizio e quelle sopportate per la verifica dei fatti.

Il diritto alla denuncia al collegio sindacale per fatti ritenuti censurabili

La possibilità del socio di denunciare i fatti da lui ritenuti censurabili viene regolata dall'art. 2408 del c.c.: "Ogni socio può denunciare i fatti che ritiene censurabili al collegio sindacale, il quale deve tener conto della denuncia nella relazione all'assemblea [2406]. Se la denuncia è fatta da tanti soci che rappresentino un ventesimo del capitale sociale o un cinquantesimo nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, il collegio sindacale deve indagare senza ritardo sui fatti denunciati e presentare le sue conclusioni ed eventuali proposte all'assemblea; deve altresì, nelle ipotesi previste dal secondo comma dell'articolo 2406, convocare l'assemblea [2364, n. 4, 2366]. Lo statuto può prevedere per la denuncia percentuali minori di partecipazione." (art. 2408, c.c.).

Il diritto alla denuncia degli amministratori al tribunale per fatti di grave irregolarità da essi compiuti di cui si ha fondato sospetto

Il socio di una S.p.A. ha un'altra possibilità di denuncia, infatti può denunciare gli amministratori al tribunale nel caso in cui ci sia il fondato sospetto che gli stessi abbiano compiuto gravi irregolarità nella gestione. L'art. 2409 c.c. qualifica i soci che possono fare denuncia nei "soci che rappresentano il decimo del capitale sociale o, nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, il ventesimo del capitale sociale" (art. 2409, c.c.) anche se possono essere previste percentuali minori dallo statuto. Una volta presentata la denuncia, il tribunale sente in camera di consiglio gli amministratori ed i sindaci, E poi può ordinare l'ispezione dell'amministrazione della società a spesa dei richiedenti. Nel caso in cui la società sostituisce gli amministratori ed i sindaci con dei professionisti adeguati alle posizioni da ricoprire, i quali devono verificare la sussistenza delle irregolarità, il tribunale non ordina l'ispezione e sospende il procedimento. Nel caso sussistano tali irregolarità, i nuovi professionisti devono attivarsi per eliminarle rendendo conto al tribunale delle proprie azioni. Nel caso in cui si presentassero queste irregolarità il tribunale "può disporre gli opportuni provvedimenti provvisori e convocare l'assemblea (2363, 2364, 2364 bis, 2366) per le conseguenti deliberazioni" (art.2409, c.c.). Nel caso di irregolarità molto gravi si può arrivare alla revoca e alla consecutiva nomina di amministratori e sindaci da parte del tribunale. L'amministratore giudiziario alla fine del suo mandato deve redigere un resoconto al tribunale che lo ha nominato e presiedere l'assemblea per la nomina degli amministratori, e sindaci, o proporre la messa in liquidazione della società.

2.1.2 GLI STRUMENTI DI AUTOTUTELA DELEGATA

Questo tipo di strumenti si attivano tramite delle figure intermedie di autorità.

L'elezione, nelle S.p.A. quotate, di un amministratore di minoranza

Nelle S.p.A. quotate è poi prevista la presenza nel Consiglio di Amministrazione di un amministratore di minoranza, diritto che permette agli azionisti di minoranza di entrare nella vita politica e amministrativa della società. Nelle società per azioni chiuse, infatti, l'assemblea dei soci, attraverso la maggioranza dei voti, può tranquillamente nominare l'intero Consiglio di Amministrazione. Nelle società quotate è imposto dal modello legale un sistema di nomina dell'amministratore di minoranza anche se il codice, attraverso l'art. 2368, co. 1, prevede la possibilità di inserimento di clausole particolari per la composizione degli organi sociali. Il menzionato articolo nel primo comma sancisce che: "essa (cioè l'assemblea) delibera a maggioranza assoluta, salvo che lo statuto richieda una maggioranza più elevata. Per la nomina alle cariche sociali lo statuto può stabilire norme particolari." (art. 2368, co. 1, c.c.). Lo statuto può quindi disporre a riguardo in diverse modalità:

- stabilendo norme che garantiscono la rappresentanza delle minoranze;
- richiedendo di rispettare determinati requisiti di professionalità dei singoli membri componenti l'organo amministrativo;
- istituendo norme garanti dell'indipendenza dei componenti del Consiglio di Amministrazione.

Riguardo al primo punto di questo elenco sono spesso usate clausole che presuppongono una composizione predeterminata della compagine azionaria, come:

- la nomina di uno o più amministratori per diversi gruppi di azioni attraverso votazioni separate in assemblea generale, o tramite designazioni separate e successiva accettazione in assemblea generale oppure con deliberazioni autonome di assemblee separate dall'assemblea generale;
- la fissazione dei requisiti di eleggibilità per gli amministratori;
- l'uso di tecniche che rimangono funzionali anche al variare degli assetti della compagine azionaria:
 - previsioni di maggioranze qualificate per deliberare in materia di nomina, esclusa la seconda convocazione;

- sistemi elettorali con temperamento della regola di maggioranza e sistemi proporzionali;
- voto di lista.

Il voto di lista è la tecnica maggiormente utilizzata per avere rappresentanza della minoranza, infatti è utilizzato nelle società quotate come metodo di nomina sia dell'organo amministrativo sia dell'organo di controllo.

Il voto di lista verrà approfondito nel prossimo paragrafo, nel quale si darà un quadro completo delle caratteristiche dell'amministratore di minoranza.

L'elezione, nelle S.p.A., quotate di un sindaco del collegio sindacale da parte della minoranza

Un'altra forma di tutela, obbligatoria solamente per le S.p.A. quotate, è la presenza obbligatoria nel collegio sindacale di un sindaco di minoranza. Il sindaco viene eletto dai soci di minoranza e deve essere totalmente scollegato dai sindaci eletti dalla lista di maggioranza. Il Presidente di tale collegio sindacale deve essere poi scelto fra i sindaci di minoranza. A definire tale composizione del collegio sindacale è l'art. 148 del TUF emesso dalla Consob che stabilisce:

- il numero, non inferiore a tre, dei membri effettivi;
- il numero, non inferiore a due, dei membri supplenti;
- il genere meno rappresentato ottenga almeno un terzo dei membri effettivi del collegio sindacale;
- la Consob stabilisce con regolamento modalità per l'elezione, con voto di lista, di un membro effettivo del collegio sindacale da parte dei soci di minoranza che non siano collegati, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti;
- il Presidente del collegio sindacale è nominato dall'assemblea tra i sindaci eletti dalla minoranza (art. 148, Dlgs 24 Febbraio 1998, n. 58- Dlgs 15 Dicembre 2017, n. 233).

La lista di minoranza, dalla quale nominare il sindaco di questa rappresentativo, deve essere presentata da un gruppo di soci che rappresenti almeno 1/40 del capitale sociale. Viene posto tale obbligo per l'elezione dei sindaci del collegio sindacale altrimenti la maggioranza avrebbe il potere di nomina sia degli amministratori che dei sindaci che quindi sarebbero garanti dello stesso interesse, cioè quello della maggioranza, che così potrebbe ledere quello della minoranza.

I patti parasociali

I patti parasociali sono dei veri e propri contratti che vengono stipulati tra due o più azionisti al fine di proteggere e valorizzare il proprio investimento. A tal fine questi contratti pongono dei vincoli al comportamento dei soci contraenti in relazione all'esercizio dei propri poteri amministrativi o limiti alla libera facoltà di disporre delle proprie azioni, ad esempio i soci contraenti si possono impegnare a votare secondo quanto gli viene indicato da un consulente scelto nel patto. Nel caso in cui un socio, che ha stipulato il contratto, lo violi si ha un normale inadempimento contrattuale con il conseguente impegno a risarcire i danni alla/e controparte/i ma non può mai portare all'invalidità degli atti societari. I patti tra soci possono quindi influenzare l'attività dei soci, ma comunque il legislatore ha preso posizione in favore della validità degli accordi parasociali prima con gli art. 122 e 123 del T.U.F. e poi con l'art. 2341-bis e 2341-ter dal c.c., che dispongono relativamente alla loro stipulazione e utilizzo ed infine alla loro pubblicità.

2.1.3 GLI STRUMENTI DI AUTOTUTELA DEI SOCI *UTI SINGULI*

In questo caso i meccanismi di tutela si attivano in modo automatico nel momento in cui insorgono determinate episodi di gestione societaria di tipo economico e amministrativo.

Il diritto di recesso

Il diritto di recesso è una forma di tutela per tutti i soci in quanto permette al socio, al verificarsi di determinati eventi e situazioni, di uscire dalla società per propria volontà e quindi ottenere la liquidazione della propria quota. Tale diritto, definito già nel primo capitolo, è garante della minoranza in quanto, per esempio, permette l'uscita dalla società anche nel caso in cui non siano solo i diritti patrimoniali ad essere modificati ma anche quelli amministrativi.

Il diritto a visionare gli atti depositati in sede in vista dell'assemblea

Il diritto a visionare i documenti e gli atti consegnati prima dell'assemblea è regolato dall'art. 130 del T.U.F: "I soci hanno diritto di prendere visione di tutti gli atti depositati presso la sede sociale per assemblee già convocate e di ottenerne copia a proprie spese." (art. 130, Dlgs 24 Febbraio 1998, n. 58- Dlgs 15 Dicembre 2017, n. 233).

Il diritto a presentare domande riguardo le materie all'ordine del giorno

L'art 127-ter del T.U.F. regola il diritto dei soci aventi diritto di voto a presentare domande sulle materie dell'assemblea prima dell'inizio di questa e la risposta a tali domande verrà data durante l'assemblea stessa. Ci possono essere risposte univoche per domande sullo stesso argomento. Le domande devono essere presentate entro tre giorni dall'assemblea, cinque giorni nel caso in cui sia previsto una risposta prima dell'assemblea e in questo caso le risposte verranno date due giorni prima dell'assemblea. Non è dovuta invece risposta per le domande riguardo ad argomenti per cui è prevista un'apposita sezione "domanda-risposta" nel sito internet della società che ne dà informazioni.

Il diritto di richiedere l'integrazione delle materie all'ordine del giorno

Il diritto all'integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea e alla presentazione di nuove proposte di delibera viene regolato sempre nel TUF, infatti l'art. 126-bis dispone principalmente: "I soci che, anche congiuntamente, rappresentino almeno un quarantesimo del capitale sociale possono chiedere, entro dieci giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, l'integrazione dell'elenco delle materie da trattare, indicando nella domanda gli ulteriori argomenti da essi proposti ovvero presentare proposte di deliberazione su materie già all'ordine del giorno" (art. 126-bis, Dlgs 24 Febbraio 1998, n. 58- Dlgs 15 Dicembre 2017, n. 233). Dell'integrazione di materie all'ordine del giorno o di materie già presenti nell'ordine del giorno è data notizia almeno quindici giorni prima, mentre non è ammessa l'integrazione per materie che l'assemblea tratta su ordine dell'organo amministrativo.

2.2 L'AMMINISTRATORE DI MINORANZA

L'amministratore di minoranza è una forma di tutela che viene riconosciuta alla minoranza nelle S.p.A. Attraverso la possibilità di nomina di un amministratore di minoranza si dà alla la possibilità di essere coinvolta nelle decisioni gestionali e politiche della società, e quindi di avere maggior controllo sulle operazioni e gli affari svolti dagli amministratori di maggioranza.

La nomina dei componenti del Consiglio di Amministrazione nelle società per azioni spetta all'assemblea, che attraverso il voto espone la propria volontà. questo è un processo composto da diverse fasi, di cui la più importante è proprio la votazione. Il Codice Civile non dispone sul sistema di votazione da utilizzare ma lascia libertà ad ogni società, attraverso lo statuto, di auto-regolare questa procedura. Può quindi essere utilizzato un sistema di votazione per:

- alzata di mano;
- acclamazione;
- appello nominale;
- utilizzo di schede precompilate.

Si parla invece di “voto di lista” nel caso in cui la società decidesse di utilizzare per la nomina il metodo per liste di candidati tra loro concorrenti. Questo sistema, utilizzato per fare in modo che nel Consiglio di Amministrazione ci sia rappresentanza della minoranza azionaria, può essere realizzato in due modi. Uno è il metodo proporzionale, approssimato dalla clausola dei quozienti, per cui si ha che la quota di componenti il Consiglio di Amministrazione è proporzionale ai diritti di voto espressi in assemblea. L'altro è quello di riservare una percentuale prestabilita degli amministratori alle minoranze.

Tali clausole statuarie sono quindi volte a riprodurre nella società quella democrazia politica che sostituisce il metodo maggioritario con quello proporzionale, garantendo anche alle minoranze di entrare a far parte dei collegi amministrativi e politici.

Attraverso l'inserimento dei consiglieri di minoranza si cerca di dare maggior tutela alle minoranze azionarie mitigando così il rischio di una gestione più propensa a soddisfare gli scopi dell'azionista, o degli azionisti, di controllo invece che gli scopi dell'intera compagine sociale.

Il voto di lista viene disciplinato dall'art. 4 nella legge del 30 luglio 1994 n. 474, secondo cui:

"A tal fine l'assemblea dovrà essere convocata con preavviso da pubblicarsi a norma dell'articolo 2366 del Codice Civile non meno di trenta giorni prima di quello fissato per l'adunanza; a pena di nullità delle deliberazioni ai sensi dell'articolo 2379 del Codice Civile, l'ordine del giorno pubblicato dovrà contenere tutte le materie da trattare, che non potranno essere modificate o integrate in sede assembleare; le liste potranno essere presentate dagli amministratori uscenti o da soci che rappresentino almeno l'1 per cento delle azioni aventi diritto di voto nell'assemblea ordinaria e saranno rese pubbliche, mediante deposito presso la sede sociale e annuncio su tre quotidiani a diffusione nazionale, di cui due economici, rispettivamente, almeno venti giorni e dieci giorni prima dell'adunanza; alle liste di minoranza dovrà essere riservato complessivamente almeno un quinto degli amministratori non nominati ai sensi dell'articolo 2, comma 1, lettera d. con arrotondamento, in caso di numero frazionario inferiore all'unità, all'unità superiore. Le procedure di cui al presente

articolo si applicano anche all'elezione del collegio sindacale, di cui un rappresentante è riservato alle liste di minoranza" (art.4, L. 30 Luglio 1994, n. 474).

Ciò può infatti essere considerato un completamento di un ampio piano in grado di creare una compagine proprietaria frazionata per le società che si stavano privatizzando per. Secondo tale prospettiva il voto serviva ad evitare il fenomeno dell'*entrenchment* nel *management* ed il rischio che il controllo del Consiglio di Amministrazione fosse in capo a soggetti che possedevano piccole quote di capitale.

Un'opinione diversa è che l'elezione degli amministratori attraverso il voto di lista porti disagio nella gestione della società, in quanto crea una contrapposizione tra amministratori di maggioranza e amministratori di minoranza all'interno del consiglio che viene dunque privato della sua caratteristica agilità e snellezza.

La nomina degli amministratori attraverso il voto di lista è stata resa obbligatoria, per le S.p.A. quotate, con l'art. 1 della Legge sul Risparmio (legge 28 dicembre 2005 n. 262) che dispone principalmente:

- i membri del Consiglio di Amministrazione siano eletti sulla base di liste di candidati e determina la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione di esse, in misura non superiore a un quarantesimo del capitale sociale;
- almeno uno dei membri del Consiglio di Amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con la lista risultata prima per numero di voti;
- qualora il Consiglio di Amministrazione sia composto da più di sette membri, almeno uno di essi deve possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci;
- i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e direzione devono possedere i requisiti di onorabilità stabiliti per i membri degli organi di controllo con il regolamento emanato dal Ministro della giustizia ai sensi dell'articolo 148, comma 4;
- il difetto dei requisiti determina la decadenza dalla carica (art. 1, L. 28 Dicembre 2005, n. 262).

Questo articolo principalmente regola poi le varie fasi del processo di delibera: la proposta di delibera va fatta fuori assemblea in modo da arrivare in assemblea con liste bloccate ed

immodificabili. Il voto può essere assegnato solo a liste predefinite. Infine il Presidente di assemblea, attraverso il metodo scelto nello statuto, deve suddividere i posti tra le liste.

La nomina degli amministratori attraverso liste di candidati nelle società quotate è divenuta regola generale dal legislatore poiché, nelle medesime società, non è più l'assemblea ad essere luogo di dibattito e confronto tra i soci, ma è soltanto all'interno dell'organo amministrativo che si ha una visione totale dell'interesse sociale. Il legislatore ha quindi voluto dare rappresentanza delle minoranze azionarie in modo che potessero svolgere, come funzione principale, attività di *monitoring* e controllo. Il diritto comune disciplinava infatti che l'amministratore di minoranza possa verificare l'esattezza e la legittimità degli atti ed il loro allineamento all'interesse sociale.

Tuttavia il legislatore ha conferito ai rappresentanti della minoranza in Consiglio di Amministrazione compiti e poteri di direzione e gestione della società senza considerare il fatto che anche la minoranza è portatrice d'interessi e quindi può avere conflitti con il *management* e con la maggioranza per trarre benefici privati dall'impresa.

Nelle società quotate comunque non è ancora diffusa la presenza dell'amministratore di minoranza nei consigli di amministrazione delle società quotate italiane. La minoranza azionaria ha infatti diritto ad essere rappresentata in Consiglio da almeno un amministratore solo nel caso in cui essa presenti una lista di candidati. Questo atto comporta però delle difficoltà come: elevati costi da sostenere che a volte possono superare i benefici, difficoltà a raggiungere il *quorum* necessario ed elevati costi di transazione.

Ad oggi l'amministratore di minoranza è presente soprattutto in grandi società in cui ci sono investitori istituzionali e nelle società a controllo pubblico mentre scarseggiano nelle società a controllo familiare.

Si può concludere quindi che la rappresentanza della minoranza in Consiglio di Amministrazione è una forma di tutela importantissima per i piccoli azionisti, se non la più importante, in quanto concede loro non solo di monitorare, revisionare, verificare l'esattezza degli atti e assicurarsi che vengano fatti secondo le regole e nel perseguimento dell'interesse sociale, ma viene loro affidata, assieme agli altri componenti dell'organo amministrativo, la gestione e la direzione della società.

Questo potere importante riconosciuto alla minoranza, oltre a portare effetti positivi a livello di tutela, come evitare il fenomeno dell'*entrenchment* e il *tunneling*, può causare all'interno dell'organo dirigenziale della società dei problemi. Infatti si sviluppa, all'interno del Consiglio,

il conflitto tra maggioranza e minoranza (conflitto *principal-principal*) che causa rallentamenti e contrasti nello sviluppo e gestione della società. Il protrarsi di tale dibattito può mettere la società in una fase di stallo, e quindi impedire a questa di continuare a generare ricchezza e di conseguenza far monetizzare gli investimenti ai propri investitori.

2.3 UN'ANALISI CRITICA DELLA NORMATIVA

Ciò che emerge leggendo ed osservando le varie norme che tutelano e danno potere alle minoranze azionarie è che l'autonomia statutaria viene sempre più compressa in favore di un'omogeneità di regole, presenti all'interno delle società quotate, riguardo la *governance*.

Le norme sopra citate sono state inserite nel regolamento delle S.p.A. e nelle S.p.A. quotate in momenti differenti e quindi si è generato un regolamento a stratificazione, infatti la regolamentazione dei sistemi di *governance*, e soprattutto amministrativi, è in continuo aggiornamento.

Le varie leggi e regole, inserite dal TUF e dal Codice, hanno dato progressivamente maggior potere non solo di controllo ma anche di gestione alla minoranza azionaria, che si vede rappresentata, oltre che nell'organo di controllo, anche in quello di gestione, in quanto è presente un amministratore eletto dalla sua lista.

Le limitazioni e gli accorgimenti imposti dai nuovi regolamenti non hanno portato solamente vantaggi ma anche complessità, soprattutto a livello di elasticità della gestione e di autonomia statutaria, quindi dell'autoregolamentazione. Le società difatti presentano lo stesso, o comunque molto simile, sistema di gestione e quindi viene a mancare quella competizione e differenziazione tra le società, le quali in passato cercavano di avvantaggiarsi adottando sistemi di *governance* alternativi.

Le leggi che impongono la rappresentanza della minoranza di genere, la lista di minoranza, l'utilizzo del voto di lista, la presenza degli amministratori indipendenti e altre regole danno forte rigidità al processo di nomina degli amministratori, senza contare che tali regolamenti non rappresentano il mercato ma gli investitori istituzionali di società quotate. Infatti l'obbligo di almeno un amministratore eletto dalla lista di minoranza è stato introdotto per dare rappresentanza degli investitori istituzionali nei consigli d'amministrazione delle società con un socio di maggioranza che aveva il controllo e una minoranza azionaria dispersa ma con una forte presenza di investitori istituzionali. Tuttavia questo genere di società si sta nel tempo

riducendo sempre più, lasciando spazio a società con la presenza di molti investitori di mercato e quindi professionisti che mirano soprattutto a monetizzare l'investimento fatto. Ciò comporta che questa regola non sia più in linea con i bisogni dei soci, ma anzi rischia di causare nella società l'instaurarsi nel Consiglio di Amministrazione di conflitti tra minoranza e maggioranza, problema prima presente esclusivamente nell'assemblea dei soci. Inoltre tutto ciò può causare rigidità e conflittualità perché non sono solo i soci di maggioranza a poter avere interessi diversi dagli obiettivi societari, ma anche la minoranza, la quale punta soprattutto alla valorizzazione del proprio investimento.

Ci si può dunque chiedere se assoggettare le diverse tipologie di società quotate a sistemi di regole differenti in grado di adattarsi meglio ai loro bisogni, andando quindi a ridare allo statuto maggior autonomia ed alle società la possibilità di autoregolamentarsi.

Questo argomento è stato trattato anche a livello europeo ed è emerso che alcuni Paesi considerano utile emanare, a livello transnazionale, un regolamento per le società quotate in grado di disciplinare una regola generale. Si sta cercando quindi di uniformare taluni aspetti e, per il resto, lasciare l'autonomia necessaria per trovare, nel rispetto delle regole, la miglior *governance* per ogni tipologia societaria. Altri invece hanno rimandato alla fonte autoregolamentare. La Germania, ad esempio, ha l'utilizzo di una regolamentazione elastica e di un sistema normativo europeo strutturato. L'*ESMA* (*European Securities and Markets Authority*) e l'Autorità di vigilanza finanziaria francese (*Autorité des Marchés Financiers-AMF*) invece si sono espresse a favore dell'introduzione di principi minimi che tutte le società quotate europee sono tenute a rispettare e che tengano conto delle peculiarità dei differenti sistemi esistenti in Europa.

In generale si sta quindi pensando a come rendere meno imperative le regole emesse, soprattutto per la nomina degli amministratori. Per esempio si ritiene che la rappresentanza della minoranza in Consiglio di Amministrazione debba essere obbligatoria soltanto nelle società in cui nella minoranza ci sia una forte presenza di investitori istituzionali; mentre la rappresentanza della minoranza di genere e gli amministratori indipendenti debbano essere restituiti all'autoregolazione, in quanto la loro presenza è entrata di fatto nella pratica e nella cultura delle società quotate.

Altro metodo che Mario Stella Richter Jr propone nel suo "Osservatorio del diritto civile e commerciale" è quello di rimettere in capo agli amministratori uscenti la possibilità di nominare i propri successori o comunque proporre una propria lista, in modo quindi di dare una certa continuità alla gestione, agli obiettivi e allo sviluppo della società. Questa proposta consente

quindi di rendere concreta ed effettiva la raccomandazione con cui il consiglio di amministrazione esprime degli orientamenti sulla sua futura composizione, come viene raccomandato dal Codice di Autodisciplina emanato dal Comitato per la *Corporate Governance*. Ciò sarebbe inoltre visto in maniera positiva da parte degli investitori istituzionali, che spesso usano tale pratica.

CAPITOLO 3

IL CASO TELECOM ITALIA S.P.A.

Telecom Italia S.p.A. è una società di telecomunicazioni italiana che offre servizi di telefonia fissa, telefonia mobile, telefonia pubblica, telefonia IP, Internet e televisione via cavo in Italia e all'estero, specie in Brasile. Telecom Italia S.p.A. è nota anche come TIM o semplicemente come Telecom Italia.

Nelle recenti vicende in Telecom Italia il ruolo della minoranza azionaria è stato cruciale. Se prima infatti era vista in modo disinteressato dal Consiglio di Amministrazione, ora ha assunto una certa rilevanza nella nomina del Consiglio. La minoranza infatti ha deciso di compiere delle azioni organizzate e non dispersive per cercare di ribaltare la situazione di cattiva gestione societaria che si era creata e che stava portando alla distruzione del valore del gruppo. I soci di minoranza hanno dunque avuto la possibilità di sostenere un rimodellamento importante nell'amministrazione di Telecom Italia e questo risulta essere un caso di conflitto tra maggioranza e minoranza azionaria insolito ed interessante da analizzare.

3.1 LA STRUTTURA AZIONARIA DI TELECOM ITALIA

Telecom Italia S.p.A. vende le proprie azioni in capo a numerosi azionisti, molti dei quali azionisti individuali, come è possibile vedere dal libro soci della società che ne conta circa 480.000.

La struttura azionaria di questa società, al 4 maggio 2018, si presenta in questo modo:

Tabella 3.1: “La struttura azionaria di Telecom Italia S.p.A.”

Vivendi	23,94%
Cassa Depositi e Prestiti	4,93%
Gruppo Telecom Italia	1,08%
Investitori istituzionali italiani	2,97%
Investitori istituzionali esteri	55,48%
Altri azionisti	11,60%

Fonte: <http://www.telecomitalia.com/tit/it/investors/shareholders/shareholdings.html>

Figura 3.1: “La struttura azionaria di Telecom Italia S.p.A.”



Fonte: <http://www.telecomitalia.com/tit/it/investors/shareholders/shareholdings.html>

Questi dati provengono dal Libro Soci, con integrazione delle comunicazioni ricevute e da altre informazioni a disposizione a seguito delle assemblee degli azionisti TIM tenutesi il 24 aprile e 4 maggio 2018 (azioni ordinarie).

Le partecipazioni rilevanti, cioè quelle superiori al 3%, sono mostrate nella seguente tabella, con evidenza del numero di azioni ordinarie possedute e della tipologia di possesso.

Tabella 3.2: “Le partecipazioni rilevanti in Telecom Italia S.p.A.”

Soggetto	Tipologia possesso	Quantità azioni ordinarie	Percentuale su totale azioni ordinarie
Vivendi S.A.	Diretto	3.640.109.990	23,943
Paul E. Singer	Indiretto	1.345.124.573	8,848
Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.	Diretto	750.000.000	4,933

Fonte:

http://www.telecomitalia.com/tit/it/investors/shareholders/significant_shareholdings.html

La tipologia di possesso di Paul E. Singer è di partecipazione indiretta perché è detenuta tramite delle società controllate da Elliott Capital Advisors LP, di cui è General Partner. Le controllate sono Elliott International LP, Elliott Associates LP e The Liverpool Limited Partnership.

La stessa Telecom Italia S.p.A., direttamente e indirettamente attraverso delle società controllate, è in possesso di azioni ordinarie di Telecom Italia. La seguente tabella ne mette in mostra la partecipazione.

Tabella 3.3: “Partecipazioni di Telecom Italia S.p.A. in Telecom Italia S.p.A.”

Società	Qualità azioni ordinarie	Percentuale su totale azioni ordinarie
Telecom Italia S.p.A.	37.672.014	0,248%
Telecom Italia Finance S.A.	126.082.374	0,829%

Fonte:

http://www.telecomitalia.com/tit/it/investors/shareholders/significant_shareholdings.html

Tali percentuali fanno riferimento alle azioni ordinarie totali che formano il capitale sociale di Telecom Italia S.p.A., risultante dall'ultimo deposito presso il Registro delle Imprese.

Nella successiva tabella si ha evidenza dei dati relativi al capitale sociale della società.

Tabella 3.4: “Il capitale sociale di Telecom Italia S.p.A.”

CAPITALE SOCIALE		Aggiornamento al 06/04/2017(*)
Valore nominale delle azioni	Prive di valore nominale	
	Azioni (n.)	Capitale (euro)
Sottoscritto e versato		
Azioni Ordinarie	15.203.122.583	8.361.717.420,65
Azioni Risparmio	6.027.791.699	3.315.285.434,45
Totale sottoscritto e versato	21.230.914.282	11.677.002.855,10
Ulteriori aumenti deliberati		2.008.404.245,30
Ammontare massimo deliberato		
Azioni Ordinarie		10.370.121.665,95
Azioni Risparmio		3.315.285.434,45
Totale ammontare massimo deliberato		13.685.407.100,40

Fonte: <http://www.telecomitalia.com/tit/it/investors/shareholders/share-capital.html>

3.2 LA GOVERNANCE DI TELECOM ITALIA

Telecom Italia S.p.A. nel suo sito ufficiale ha pubblicato il proprio statuto, il quale contiene il regolamento attraverso cui viene sviluppata l'attività della società.

Lo statuto disciplina il Consiglio di Amministrazione negli articoli che vanno dal nove al sedici, disponendo principalmente che:

- il Consiglio di Amministrazione può essere composto da un numero di amministratori che va da sette a diciannove, a seconda di quanto deliberato dall'assemblea;
- la nomina del Consiglio di Amministrazione avviene attraverso liste di candidati presentate dai soci o dai consiglieri uscenti, secondo quanto disciplinato dalla legge;
- ogni socio può presentare o concorrere alla presentazione di una sola lista e ogni candidato può presentarsi in una sola lista a pena di ineleggibilità. In queste liste deve essere assicurata la presenza di candidati che rispettino i requisiti d'indipendenza e, per liste con tre o più candidati, dev'essere assicurata la presenza di entrambi i generi. In caso di numeri frazionati si arrotonda all'unità superiore;
- come regolamentato dalla Consob, può presentare le liste soltanto quel socio, o gruppo di soci, che sia in possesso di almeno lo 0,5% del capitale avente diritto di voto in Assemblea ordinaria;
- alla elezione del Consiglio di Amministrazione si procede come di seguito precisato:
 - dalla lista che ha ottenuto la maggioranza dei voti (c.d. Lista di Maggioranza) sono tratti, nell'ordine progressivo con il quale sono elencati nella lista stessa, i due terzi degli amministratori da eleggere, con arrotondamento, in caso di numero frazionario, all'unità inferiore. Almeno la metà degli amministratori tratti dalla Lista di Maggioranza (con arrotondamento, in caso di numero frazionario, all'unità superiore) deve possedere i requisiti di indipendenza previsti dall'art. 148 del D. Lgs. 58/1998 e/o dal Codice di Autodisciplina delle società quotate; in difetto, l'ultimo candidato tratto dalla Lista di Maggioranza sprovvisto di tali requisiti verrà sostituito dal primo dei non eletti della medesima lista che invece tali requisiti possenga. In mancanza di candidati indipendenti all'interno della Lista di Maggioranza in numero sufficiente a procedere alla sostituzione, l'Assemblea integra l'organo con le maggioranze di legge assicurando il soddisfacimento del requisito;
 - fermo il rispetto della disciplina di legge e regolamentare applicabile in ordine ai limiti al collegamento con la Lista di Maggioranza, i restanti amministratori sono tratti dalle altre liste; a tal fine i voti ottenuti dalle liste stesse vengono divisi successivamente per numeri interi progressivi da uno fino al numero degli amministratori da eleggere. I quozienti ottenuti sono assegnati progressivamente ai candidati di ciascuna di tali liste, secondo l'ordine dalle stesse rispettivamente

previsto. I quozienti così attribuiti ai candidati delle varie liste vengono disposti in unica graduatoria decrescente. Risultano eletti coloro che hanno ottenuto i quozienti più elevati, fermo restando che almeno la metà dei candidati tratti da ciascuna lista (con arrotondamento, in caso di numero frazionario, all'unità superiore) deve essere in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dall'art. 148 del D. Lgs. 58/1998 e/o dal Codice di Autodisciplina delle società quotate, procedendosi, in difetto, alla sostituzione dell'ultimo candidato eletto sprovvisto dei requisiti con il primo dei non eletti della medesima lista che invece tali requisiti possieda. In mancanza di candidati indipendenti, all'interno della medesima lista, in numero sufficiente a procedere alla sostituzione, risulteranno eletti i successivi candidati che siano in possesso dei requisiti di indipendenza secondo l'ordine della graduatoria unica come sopra formata. In difetto, l'Assemblea integra l'organo con le maggioranze di legge assicurando il soddisfacimento del requisito. Nel caso in cui più candidati abbiano ottenuto lo stesso quoziente, risulta eletto il candidato della lista che non abbia ancora eletto alcun amministratore o che abbia eletto il minor numero di amministratori. Nel caso in cui nessuna di tali liste abbia ancora eletto un amministratore ovvero tutte abbiano eletto lo stesso numero di amministratori, nell'ambito di tali liste risulta eletto il candidato di quella che abbia ottenuto il maggior numero di voti. In caso di parità di voti di lista e sempre a parità di quoziente, si procede a nuova votazione da parte dell'intera Assemblea risultando eletto il candidato che ottenga la maggioranza semplice dei voti.” (art. 9.7, statuto marzo 2017 Telecom Italia);

- il Consiglio di Amministrazione nomina il Presidente, nel caso in cui non sia stato fatto dall'Assemblea. Vengono poi nominati uno o più vicepresidenti dal Presidente, il più anziano di questi nominati lo sostituirà in caso di sua assenza;
- per l'esecuzione delle proprie deliberazioni e per la gestione sociale il Consiglio di Amministrazione, nell'osservanza dei limiti di legge, può:
 - istituire un Comitato Esecutivo, determinandone i poteri ed il numero dei componenti;
 - delegare gli opportuni poteri, determinando i limiti della delega, ad uno o più Amministratori, eventualmente con la qualifica di Amministratori Delegati;

- nominare uno o più Direttori Generali, determinandone le attribuzioni e le facoltà;
- nominare mandatarî anche in seno al Consiglio di Amministrazione per operazioni determinate e per una durata limitata di tempo.” (art. 13.1, statuto marzo 2017 Telecom Italia).

Per la nomina degli amministratori si procede dunque con il voto di liste attraverso il metodo dei quozienti, dividendo quindi il numero dei voti di lista per il numero corrispondente al posizionamento nella rispettiva lista di presentazione. Per la nomina si procede nell’ordine dei candidati con quoziente più alto, questo permette di eleggere gli amministratori derivanti da diverse liste a seconda dei quozienti presenti in ordine decrescente dal più elevato. La minoranza azionaria, attraverso la presentazione di una lista, è rappresentata in Consiglio, infatti almeno un consigliere deve essere espresso dalla lista di minoranza. Questo permette quindi alla minoranza di essere coinvolta nella gestione della società e di poter avere un maggior controllo sulle scelte effettuate dagli amministratori eletti dai soci di controllo.

Questa è la struttura del Consiglio d’amministrazione:

Tabella 3.5: “Struttura c.d.a. di Telecom Italia S.p.A.”

Nome	Posizione	Nazionalità	Eletto	Candidato da	Indipendente	Comitato Strategico	Comitato Controllo e Rischi	Comitato Nomine e Remunerazione	Comitato Parti Correlate
Fulvio Conti	Presidente	italiana	2018	Elliott	X	X			
Amos Genish	Amministratore Delegato	israeliana	2018	Vivendi		X			
Alfredo Altavilla	Amministratore	italiana	2018	Elliott	X			Presidente	
Paola Bonomo	Amministratore	italiana	2018	Elliott	X			X	
Giuseppina Capaldo	Amministratore	italiana	2018	Vivendi	X				X
Maria Elena Cappello	Amministratore	italiana	2018	Elliott	X				X

Massimo Ferrari	Amministratore	italiana	2018	Elliott	X	X	X	
Paola Giannotti de Ponti	Amministratore	italiana	2018	Elliott	X		Presidente	
Luigi Gubitosi	Amministratore	italiana	2018	Elliott	X	X	X	
Marella Moretti	Amministratore	italiana	2018	Vivendi	X		X	
Lucia Morselli	Amministratore	italiana	2018	Elliott	X			Presidente
Dante Roscini	Amministratore	italiana	2018	Elliott	X			X
Arnaud Roy de Puyfontaine	Amministratore	francese	2018	Vivendi		X		
Rocco Sabelli	Amministratore	italiana	2018	Elliott	X	X		X
Michele Valensise	Amministratore	italiana	2018	Vivendi	X			X

Fonte: <http://www.telecomitalia.com/tit/it/about-us/corporate-bodies/board-of-directors/composition-table.html>

3.3 VIVENDI-ELLIOTT ED IL RUOLO DELLA MINORANZA AZIONARIA

Telecom Italia S.p.A., come si vede nella Tabella 3.2, è partecipata principalmente da due gruppi: Vivendi S.A. e Paul E. Singer, cioè Elliott Capital Advisors LP.

Attualmente il secondo gruppo sta cercando di togliere la posizione di controllo in società al primo in quanto, come verrà mostrato in seguito, si sono verificati situazioni di cattiva gestione della società e il mancato rispetto di alcune norme di diritto societario. Questa situazione non sta favorendo la società, che anzi sta continuando a perdere valore in borsa.

Vivendi S.A., controllata da Bolloré, è entrata nella società italiana di telecomunicazioni nel marzo del 2016 per dare sviluppo al suo percorso centrato sulle nuove tecnologie, l'informazione e la comunicazione. È da notare infatti in tale ambito anche l'entrata della stessa

Vivendi in Mediaset, gruppo comandato da Silvio Berlusconi. Questa entrata in Telecom non è stata accolta in maniera positiva né dagli azionisti né dal mercato, infatti da quando il gruppo di Bolloré è entrato in società il titolo ha perso il 35%.

Il fondo Elliott sta cercando di togliere il controllo a Vivendi S.A., appoggiato anche dagli altri azionisti, in modo da ridare serenità alla società tramite una probabile miglior gestione. Ora il primo passo della “battaglia” tra i due gruppi è stato “vinto” da Elliott che è riuscito, tramite diverse mosse, ad entrare con prepotenza nel Consiglio di Amministrazione, infatti con la nomina degli amministratori effettuata il 4 maggio 2018 si contano dieci amministratori nominati dalla lista di Elliott e cinque dalla lista di Vivendi. Questo è stato possibile anche grazie al supporto della minoranza azionaria e del gruppo Cdp (Cassa depositi e prestiti) che non hanno voluto presentare liste di candidati al Consiglio in modo da dare pieno supporto alla lista presentata dal fondo americano. Gli azionisti di minoranza, rappresentati nel Comitato dei gestori, ha infatti votato all’unanimità la non presentazione di una lista di minoranza per l’elezione degli amministratori del 4 maggio 2018 e lo ha comunicato attraverso un comunicato stampa dello stesso Comitato dei gestori.

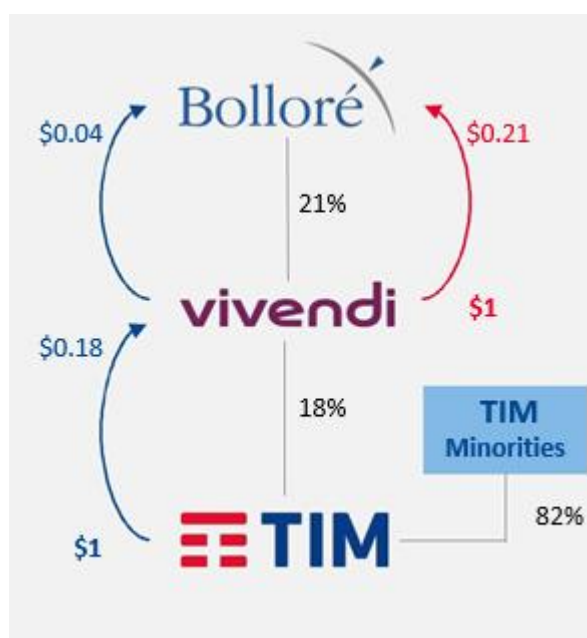
Questo scontro con Vivendi nasce dalle modalità di controllo da esso esercitate, che non davano alcuna stabilità alla società e presentavano lacune non solo sul piano dello sviluppo della società ma anche sulla *governance*. Tutto ciò è stato esposto dal fondo Elliott attraverso Transforming TIM nel quale spiegava, tra le varie cose, ciò che per lui non funzionava nella gestione Vivendi. Ecco parte di quanto detto da Elliott:

- Vivendi è focalizzato sulla creazione di valore per i propri azionisti piuttosto che per TIM, impedendo alla società di rispondere alle preoccupazioni degli investitori sulla concorrenza;
- Vivendi ha un chiaro conflitto di interessi e mancanza di leadership (3 amministratori delegati in 2 anni. insieme ad una scarsa guida di mercato sulla strategia futura, che ha portato gli investitori a praticare uno sconto molto significativo sul prezzo delle azioni;
- il Gruppo Bolloré controlla Vivendi con il 30% dei diritti di voto e il 21% delle azioni. Il Gruppo Bolloré ottiene quasi 6 volte in più su 1\$ di profitto in Vivendi, rispetto allo stesso profitto di 1\$ in TIM, poiché i profitti TIM sono condivisi con le minoranze che rappresentano l'82% del capitale economico. Vivendi scambia nel 2018 a un P/E, rapporto prezzo per azione e utile per azione, di 22.4 volte rispetto a 10.0, in modo tale che quando gli effetti di capitalizzazione sono inclusi, 1\$ di profitto su Vivendi è 12

volte migliore per Groupe Bolloré che ottenere lo stesso profitto di 1\$ in TIM. Esempi di tentativi di Vivendi di spostare il valore da TIM a sé stesso sono:

- TIM / Canal Plus JV;
- Contratto di acquisizione di contenuti TIM con Mediaset;
- Mandato di pubblicità rilasciato da TIM a Havas: Nel gennaio 2017, quando il mandato è stato conferito, Groupe Bolloré possedeva direttamente il 60% di Havas. Ciò implica che per Groupe Bolloré si spostano 1\$ di valore da TIM a Havas rappresenterebbe un profitto di 0,6\$ al costo di 0,4\$;

Figura 3.2: “Movimenti del Gruppo Bolloré”



Fonte: Trasforming TIM, Elliott

- nominato Michel Sibony, Chief Value Officer di Vivendi e anche responsabile dei reparti acquisti dei gruppi Bolloré, Vivendi e Havas, nonché per il coordinamento delle sinergie all'interno del Gruppo, come responsabile dell'Unità Acquisti e del settore immobiliare di TIM.
- la violazione di diverse regole che possono portare la società ad essere sanzionata, e quindi gli azionisti ad essere danneggiati:

- No Golden Power Notification, la legge che impone alle società di notificare al governo le attività ritenute strategiche nel settore della difesa e della sicurezza nazionale;
 - la legge 3 maggio 2004 n. 112, detta legge Gasparri, infatti avendo una partecipazione di quasi il 30% in Mediaset, Vivendi viola la soglia di concentrazione in telecomunicazioni e media. Ai sensi della legge Gasparri, Vivendi è tenuta a vendere una delle due quote come stipulato dall'AGCOM (Autorità per le garanzie nelle comunicazioni) per evitare che Vivendi abbia un'influenza su entrambe le aziende. Al momento Vivendi ha presentato appello contro questa decisione e non ha ancora ceduto la propria quota;
 - varie indagini della Consob su faccende inerenti Vivendi e il Gruppo Bolloré.
- Félicité Herzog è stata proposta da Vivendi come direttore "indipendente" nel Consiglio di Amministrazione della società ed è anche membro del Comitato Controllo e rischi. È anche la fondatrice di Apremont Conseil, i cui rapporti con il Gruppo Bolloré e Vivendi sono attualmente oggetto di indagine da parte della Consob;
 - Vivendi ha elevato il numero amministratori in Consiglio da tredici a diciannove anche se molti degli azionisti erano contrari, rifiutando la mozione in sfavore di tale decisione perché non raggiungeva il 50,0%.

Bolloré e il suo gruppo sono degli investitori professionali che entrano nelle società acquisendo la percentuale di partecipazione minima che gli permette di avere il controllo sulla società. In questo modo sono riusciti ad indirizzare gli sviluppi ed i piani strategici della società verso i propri obiettivi, mettendo in essere i fenomeni che erano stati approfonditi nel primo capitolo di questo elaborato. Ad esempio quanto descritto nella Figura 3.2: “Movimenti del Gruppo Bolloré” è il *tunneling*, descritto nel capitolo uno, e quindi un processo mediante il quale Bolloré sposta la ricchezza dalla società alla base (TIM) della sua piramide di controllo al suo patrimonio personale o alla società al vertice.

La gestione sbagliata della società e la transizione della ricchezza, dalla società stessa nelle casse del Gruppo Bolloré, ha portato ad un crollo del titolo di Telecom Italia S.p.A. in borsa, ad un rallentamento dello sviluppo dei piani strategici societari ed un impoverimento delle casse societarie. Ovviamente questo ha fatto perdere molto valore alle azioni di Telecom Italia S.p.A. e quindi agli investimenti effettuati dagli azionisti. Gli azionisti di minoranza, come mostrato nella Tabella 3.1: “La struttura azionaria di Telecom Italia S.p.A.”, sono principalmente

composti da investitori istituzionali e cioè “intermediari la cui attività caratteristica è quella di investire un patrimonio per conto di un soggetto che si trova in surplus finanziario” (Glossario Borsa Italiana) e sono stati proprio questi, assieme agli altri azionisti di minoranza, a spingere affinché Elliott entrasse in società e ne prendesse il controllo della gestione.

La minoranza è quindi riuscita ad applicare una forma di “tutela” che consiste nel favorire l’ingresso in società di un nuovo azionista che garantisca il rispetto di alcuni punti riguardo la *governance*, la strategia ed i piani finanziari della società. Elliott infatti attraverso il documento “Transforming TIM”, precedentemente citato riguardo le lacune di Vivendi, ha elencato in vari punti le proprie proposte:

- Industrial Plan: pieno supporto al piano manageriale;
- allineamento con gli altri azionisti: Elliott non vuole il controllo di TIM;
- proposte di miglioramento della *governance*: un Consiglio di Amministrazione totalmente indipendente e la conversione delle azioni di risparmio (saving shares);
- opportunità di realizzazione del valore: accelerare la realizzazione del valore NetCo, massimizzando il valore patrimoniale e incoraggiando la creazione di un'unica rete nazionale e riiniziare a distribuire il dividendo.

Quindi la minoranza azionaria non utilizzando la forma di tutela oggetto della tesi, cioè rifiutandosi di presentare la lista di minoranza per l’elezione degli amministratori, non si è voluta privare di un proprio diritto, ma ha voluto tutelarsi in maniera più aggressiva e diretta impedendo al socio ex-controllante di avere la maggioranza degli amministratori in Consiglio, visto che la lista presentata da Elliott era comunque composta da soli amministratori indipendenti, e quindi garanzia di corretta gestione della società nel perseguimento dell’obiettivo sociale.

CONCLUSIONI

L'obiettivo principale di questo elaborato è quello di analizzare nel modo più preciso possibile in che modo la minoranza azionaria si protegge dai rischi di espropriazione che si verificano nello svolgimento dell'attività societaria, con particolare riguardo al ruolo dell'amministratore di minoranza nel consiglio d'amministrazione delle S.p.A. In particolare il caso analizzato nel terzo capitolo, il caso di Telecom Italia, ci ha permesso di vedere come in una realtà societaria si articola ciò che è stato analizzato nei capitoli precedenti. La *Research Question* del lavoro è quindi volta a capire se le forme di tutela che le minoranze azionarie hanno a disposizione siano in grado di proteggere i loro interessi e nello specifico comprendere quali benefici sia in grado di portare la presenza di un amministratore eletto dai soci di minoranza.

La prima parte dell'elaborato ha messo in luce i vari strumenti in possesso dei soci di minoranza per tutelarsi, attraverso una descrizione delle situazioni nelle quali possono essere utilizzati e i risultati che si ottengono dal loro impiego. Per fare ciò si è riportato e analizzato quanto stabilito dagli articoli del Codice Civile e dal T.U.F.

Prendendo in considerazione quanto affermato nei primi due capitoli si nota come la tutela delle minoranze azionarie sia un tema relativo alla *Corporate Governance* ed al diritto societario, tema ancora in fase di evoluzione. Infatti i regolamenti e gli articoli ad essa riferiti sono in continuo aggiornamento sia a causa del sorgere di continui rischi di danneggiamento dell'investimento dei soci sia per il cambiare delle regole societarie.

Attraverso l'analisi del caso di studio della situazione attuale in Telecom Italia è stato confermato, anche se solo in parte, ciò che era stato appreso nei capitoli precedenti. Il caso presentava una situazione particolare nella quale la minoranza azionaria si era tutelata dalle azioni dannose poste in essere dal socio controllante Vivendi in una modalità che si può definire indiretta. La minoranza azionaria nel caso di Telecom Italia infatti ha sostenuto, attraverso azioni organizzate e non dispersive, il nuovo socio entrante, il gruppo Elliott, per cercare di portare ad un cambiamento della situazione di cattiva gestione societaria e quindi di sostenere un rimodellamento significativo dell'amministrazione.

L'analisi del caso ha richiesto uno studio della struttura finanziaria e della *corporate governance* della società per capire chi siano i soci con partecipazione rilevante all'interno di Telecom Italia e secondo quali regole sia essa amministrata e governata. Successivamente si è approfondito il ruolo che la minoranza azionaria ha avuto nel processo che ha portato alla

nomina nella maggioranza degli amministratori del gruppo Elliott rispetto a quelli del gruppo Bolloré.

Tuttavia, sebbene il caso evidenzi come le minoranze possano sentirsi tutelate attraverso gli strumenti attualmente disponibili, si può notare come alcune forme di tutela siano ancora formulate in maniera non del tutto corretta. Come si è visto in questo elaborato, sono stati infatti espressi dei dubbi riguardo la possibilità che alcune forme di tutela possano portare, oltre a dei benefici, anche dei danni come la perdita da parte dell'organo amministrativo della sua agilità e snellezza delle operazioni, ad esempio con l'obbligo nelle S.p.A. quotate di avere almeno un amministratore di minoranza. Si sposta così dall'assemblea al consiglio la tipica contrapposizione tra maggioranza e minoranza. Inoltre investire i soci di minoranza di poteri di gestione e di controllo può portare esso stesso ad allontanarsi dallo scopo societario e quindi a problemi di cattiva gestione, in quanto anche la minoranza è portatrice di interessi personali.

Sono proprio queste le situazioni che andrebbero ulteriormente approfondite per vedere se la funzionalità e l'efficienza degli organi di gestione e controllo ha risentito delle varie forme di tutela applicate nelle società, soprattutto la nomina di un rappresentante della minoranza azionaria, e se la stessa volontà di tutelarsi causi indirettamente un danno al proprio investimento.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Alvaro, S., Mollo, G., e Siciliano, G., 2012. Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate. Quaderni giuridici, Consob. Disponibile su: <http://www.consob.it/documents/11973/201676/qg1.pdf/2dd45801-a4dd-482e-9759-37bd94f2b87a>

Cian, M., et al., 2014. *Diritto commerciale*, volume 2. Torino: G. Giapichelli Editore.

Dlgs. 24 Febbraio 1998, n.58; aggiornato con le modifiche apportate dal Dlgs. 15 Dicembre 2017, n.233, art. 148. Disponibile su:
http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88

Dlgs. 24 Febbraio 1998, n.58; aggiornato con le modifiche apportate dal Dlgs. 15 Dicembre 2017, n. 233, art. 130. Disponibile su:
http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88

Dlgs. 24 Febbraio 1998, n.58; aggiornato con le modifiche apportate dal Dlgs. 15 Dicembre 2017, n. 233, art. 126-bis. Disponibile su:
http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88

Glossario Borsa Italiana. Disponibile su:
<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossarySearch>

L. 30 Luglio 1994, n. 474, art. 4.

L. 28 Dicembre 2005, n. 262, art. 1.

Morck, R., Wolfenzon D., e Yeung, B., 2005. *Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth*, Journal of Economic Literature, volume 43, 655-720.

N.d., 2016. Diritti e tutela del socio di minoranza nelle società di capitali. Diritto 24-Il sole 24 ore [online], 12 Ottobre. Disponibile su:

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/dirittoCivile/2016-10-12/diritti-e-tutela-socio-minoranza-societa-capitali--141046.php>

Peruffo E., 2013. *Verso una cultura del disinvestimento: strategia, governance e valore economico*, 1 ed., Franco Angeli Edizioni.

Rigotti, M., 2009. “Nomina di amministratori e sindaci «di minoranza»: una raccomandazione Consob”, *Rivista delle società*, fascicolo 2°/3°, 573-576.

Statuto Telecom Italia, Marzo 2017. Disponibile su:

http://www.telecomitalia.com/content/dam/telecomitalia/documents/Governance/it/statuto_sociale/Statuto_Marzo_2017_Sito_clean_ita.pdf